

Visions franco-allemandes n°7(b)

---

# Le capitalisme financier en France et en Allemagne : critiques, réalités et conséquences

---

**Patricia Commun**

En coopération avec **Jean-Michel Ycre**

*Mai 2006*

Comité d'études des relations franco-allemandes (Cerfa)



L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901). Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

En 2005, l'Ifri a ouvert une branche européenne à Bruxelles. Eur-Ifri est un *think tank* dont les objectifs sont d'enrichir le débat européen par une approche interdisciplinaire, de contribuer au développement d'idées nouvelles et d'alimenter la prise de décision.

*Les opinions exprimées dans ce texte n'engagent que la responsabilité des auteurs.*

Comité d'études des relations franco-allemandes (Cerfa)  
Tous droits réservés, Ifri, 2006 - [www.ifri.org](http://www.ifri.org)  
Institut français des relations internationales  
27 rue de la Procession - 75740 Paris Cedex 15 - France  
Tél. : 33 (0)1 40 61 60 00 – Fax : 33 (0)1 40 61 60 60

## II. Le capitalisme financier : perspectives

### ***Le triomphe du capitalisme financier et ses conséquences***

#### **L'image écornée du chef d'entreprise en France et en Allemagne**

La pression importante transmise par les modes de fonctionnement du capitalisme financier sur les chefs d'entreprise amène ceux-ci à des conduites ressenties comme délétères et en opposition avec l'image de la gouvernance à la française ou à l'allemande.

En France, le rapport Viénot sur « le Conseil d'administration des sociétés cotées » avait tenté de réguler la gouvernance d'entreprise et avait débouché sur la création d'un Institut français des administrateurs<sup>1</sup>. Selon ce rapport de 1995, la finalité du Conseil d'administration était de « servir l'entreprise, considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise... »

La notion de poursuite de l'intérêt général commun était bien sûr également au cœur du système de gouvernance à l'allemande défini par les règles de la cogestion, dans le cadre de laquelle le chef d'entreprise était avant tout le chef d'une direction collégiale appelée à dialoguer, au sein du conseil de surveillance avec les représentants des salariés. Le rôle social, tant au sein de l'entreprise qu'à l'extérieur de l'entreprise (en termes de création d'emplois, de formation professionnelle et donc de vitalisation d'une région) était essentiel dans l'image du chef d'entreprise de nos deux pays. L'entreprise, en se développant, devait « créer de la valeur », à la fois financière et collective, c'est-à-dire sociale.

Cet idéal d'entrepreneur se nourrissait de l'idéal weberien d'un capitalisme protestant : l'accumulation, moment essentiel dans le système capitaliste, se faisait parce que les capitalistes, nourris d'un puritanisme très protestant, vivaient modestement, en réinvestissant les bénéfices réalisés. C'est ainsi, par exemple, que la part des investissements réalisés à partir de fonds propres dans les PME allemandes des années 1950 était

---

Patricia Commun est maître de conférences à l'université de Cergy-Pontoise, actuellement chercheur déléguée CNRS au CRIA (EHESS). Jean-Michel Ycre est senior consultant chez MEGA International.

<sup>1</sup> En 1995, un comité de dirigeants créé par le CNPF et l'Afep (Association française des entreprises privées) et dirigé par Marc Vienot, le PDG de la Société Générale, publiait un rapport intitulé « Le Conseil d'administration des sociétés cotées ».

particulièrement élevée. L'entrepreneur « idéal », celui qui développa son entreprise dans les années du miracle économique allemand ou des Trente Glorieuses françaises, était donc tout à la fois créateur de valeur à long terme pour l'entreprise et socialement responsable, du moins dans l'image qui est donnée de lui *a posteriori*.

Que semble-t-il se passer aujourd'hui, en France comme en Allemagne ? « Le capitalisme contemporain est stupide et cynique, il a complètement oublié ses origines protestantes » nous dit le penseur altermondialiste suisse Jean Ziegler. En Allemagne comme en France, les annonces de stocks options démesurément élevées pour des managers partants se succèdent aux annonces de suppressions massives d'emplois. Nous avons déjà évoqué la vindicte générale contre Josef Ackermann le patron de la Deutsche Bank qui annonce profits importants et suppressions d'emplois<sup>1</sup>. Les primes de départ données à quelques uns des grands patrons des entreprises françaises ou allemandes révoltent l'opinion publique. Parce que justement elles sont déconnectées, parfois du rôle social attribué à l'entreprise (création d'emplois en Europe), parfois même de la survie de l'entreprise<sup>2</sup>, ou même sans commune mesure avec la plus-value de gestion réellement fournie<sup>3</sup>.

Même si ces faits ne concernent qu'une petite minorité du patronat allemand et français, ils donnent l'impression au grand public (déjà peu attaché à l'entreprise en France !) que toute une partie du grand patronat dans nos deux pays a perdu toute notion de responsabilité sociale. Ces grands patrons seraient-ils tous tombés dans un individualisme forcené, ne pensant qu'à leur intérêt personnel et à leur enrichissement, auraient-ils oublié le désir d'entreprendre ?

C'est techniquement l'importance grandissante de la rémunération au moyen d'options sur titres qui encourage les dirigeants à faire monter à court-terme la valeur boursière des entreprises. Et ce court-termisme généralisé peut amener à des pratiques frauduleuses, que la complexité des méthodes comptables et le gigantisme des entreprises facilitent. Les scandales qui se sont accumulés depuis 2000 aux États-Unis (Enron, Global Crossing, World Com, Tyco, Merck, Xerox en 2002, Calpine et Refco en 2005) n'ont pas épargné l'Europe (Parmalat en Italie, Ahold aux Pays-Bas, Vivendi Universal en France, EM.TV AG, Phenomedia et Advanced Medien en Allemagne)<sup>4</sup>.

Cependant, le regard franco-allemand ou ouest-européen est bien sûr centré sur les marchés domestiques : car de nombreux grands patrons français et allemands continuent d'entreprendre et de créer de nombreux emplois, et prétendent continuer d'exercer leurs responsabilités sociales, mais... principalement en Chine ou en Inde ou à l'échelle du monde. Par

---

<sup>1</sup> « Manager ohne Moral? Rekordgewinne und trotzdem immer weniger Jobs: Die Wirtschaftselite hat das Gefühl für ihr Land verloren », *Die Zeit*, 1<sup>er</sup> décembre 2005.

<sup>2</sup> En France, Philippe Jaffré, qui, par ailleurs a largement contribué à la tenue du procès Elf intenté à Loïc Le Floc Prigent et 37 de ses collaborateurs, a touché plus de 30 millions d'euros de prime de départ après sa courte présidence d'Elf Aquitaine, et ce juste avant la disparition d'Elf, happée par l'OPA hostile de Total Fina...

<sup>3</sup> Par exemple le cas de Daniel Bernard à la tête de Carrefour.

<sup>4</sup> La fraude consiste par exemple à annoncer une augmentation imaginaire des ventes, à effacer les dettes des états financiers ou à inscrire les recettes de certaines opérations sans inscrire leurs coûts. Dans le cas d'Enron, « des dirigeants déjà très bien rétribués ont utilisé pour s'enrichir personnellement l'information dont ils disposaient, alors même qu'ils exhortaient leurs salariés à se serrer la ceinture et à conserver l'argent de leur retraite en actions de la compagnie » (source : J. E. Stiglitz, *Quand le capitalisme perd la tête*, Paris, Fayard 2003, p. 250).

ailleurs, sous l'influence de modes de régulation anglo-saxons, la notion de responsabilité sociale est de plus en plus remplacée par celle de responsabilité pénale. En France, par exemple, à la suite du procès Perben, une loi du 9 mars 2004 élargit la responsabilité pénale des personnes morales. Il suffit qu'un délit émane d'un organe de décision formel ou informel pour que les tribunaux recherchent la responsabilité de l'entreprise. Cette responsabilité s'élargit aux domaines environnementaux et même sociaux, pouvant contraindre l'entreprise au paiement d'amendes importantes. Par ailleurs, suite à la loi de sécurité financière d'août 2003, la loi impose de soumettre aux votes en Assemblée générale des actionnaires les rémunérations exceptionnelles des dirigeants. Les chefs d'entreprise français mais aussi allemands ne sont-ils pas par ailleurs aujourd'hui de plus en plus sous le contrôle des actionnaires et donc du capitalisme financier ?

### **Les entreprises sous le contrôle des actionnaires**

Aujourd'hui les grands dirigeants allemands et français sont principalement sous un contrôle de plus en plus étroit de l'actionariat anglo-saxon. Ils sont donc contraints d'intégrer les nouvelles règles comptables internationales qui favorisent l'intérêt court-termiste des actionnaires. Ils sont soumis par exemple à de nouvelles mesures de performance financière qui cherchent à mesurer uniquement la création de valeur actionnariale de l'entreprise, c'est-à-dire le supplément de valeur dégagé au-delà du coût des capitaux investis<sup>1</sup>. Certains économistes français reprochent à ce type de mesure purement financière l'incapacité à « intégrer les éléments immatériels d'une firme », car « l'identité d'une firme, ce qui lui permet de créer de la valeur, se trouve dans l'agencement particulier de capitaux physiques, immatériels et humains et non dans une juxtaposition de capitaux »<sup>2</sup>.

Aujourd'hui, les entreprises européennes cotées, contraintes à des publications trimestrielles et donc quasi continues de leurs comptes, sont condamnées, soit à une course à la profitabilité élevée et permanente, soit à disparaître, emportées par une faillite ou un raid financier. Les exigences du « capitalisme financier » et donc des actionnaires vis-à-vis des entreprises semblent effectivement énormes : de 15 à 20% l'an ! Ce qui explique qu'un grand patron en France ou en Allemagne puisse annoncer dans un même souffle des bénéfices tournant autour de 14% et des suppressions d'emplois, parce qu'il est encore sous la barre des exigences actionnariales actuelles.

Mais les patrons sont-ils contraints de poursuivre cette course infernale à la croissance élevée ? Oui, parce que, sinon, ils peuvent être remerciés par ceux qui, parmi les actionnaires, estiment leurs performances insuffisantes. C'est ainsi que le fonds Calpers, le célèbre fonds de pension des fonctionnaires californiens, a obtenu les années passées le départ des PDG d'IBM, d'American Express, de General Motors (alors presque en faillite) ou d'Hewlett-Packard (après l'échec de son OPA sur Compaq). Ou alors, alternativement, les chefs d'entreprise disparaissent avec l'entreprise, happés par quelque autre grand groupe

---

<sup>1</sup> Il s'agit des mesures « EVA », « Economic Value Added » (Valeur Ajoutée Economique), mesurant le profit après retrait des taxes et du capital propre de l'entreprise. Concrètement, une entreprise qui offre une rentabilité égale à celle du marché apporte une EVA nulle. La rentabilité historique moyenne des marchés boursiers tourne autour de 7 à 8% l'an.

<sup>2</sup> M. Aglietta et A. Ribérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

européen, américain, indien...ou chinois. Les dirigeants de la « cible » promettent alors, en cas d'OPA hostile, de fortes hausses de dividendes pour s'assurer le soutien de leurs actionnaires, ceci afin de surenchérir sur la plus-value que ces derniers obtiendraient s'ils apportaient leurs titres à l'OPA<sup>1</sup>.

La trop grande faiblesse de l'actionariat européen, en particulier français et allemand<sup>2</sup>, n'est-elle pas dommageable à la survie en Europe de nos entreprises cotées, mais aussi au maintien de l'indépendance de nos bourses européennes ? Le fait que notre épargne (par le biais des placements obligataires d'État) serve davantage à éponger des dettes publiques abyssales ne constitue-t-il pas également un frein au développement d'un actionariat européen, à la croissance économique et à l'emploi ?

Conséquence également de cette course effrénée aux retours élevés sur fonds investis : les entreprises, en France comme en Allemagne, mais aussi ailleurs, ont de plus en plus de mal à dégager des moyens pour la recherche et l'innovation, pourtant nécessaires à leur rentabilité et leur viabilité à long terme. Cette course effrénée explique également que nombre d'entreprises, même en Allemagne, parviennent parfois de moins en moins à assurer leur tâche de formation professionnelle. Outre la charge financière que représente cette formation interne, le rythme accéléré de changement de postes des salariés passant d'une entreprise à l'autre ne justifie plus, en effet, l'engagement des entreprises (ni en matière de formation professionnelle, ni d'ailleurs, à terme, en matière de fonds de retraites liés à l'entreprise) pour des salariés qui les quittent très rapidement.

Cependant, l'accélération du rythme de l'innovation montre que, en particulier pour les entreprises soumises à la concurrence mondiale, la recherche est devenue vitale. Les sociétés risquent de connaître un déficit de projets d'investissement de long terme au profit d'investissements de court terme, plus rémunérateurs<sup>3</sup>. Ce déficit de recherche et de formation professionnelle pourra-t-il être corrigé suffisamment par les États, lorsqu'ils sont par ailleurs trop endettés pour jouer un rôle correcteur et moteur de la recherche appréciable ? La Stratégie de Lisbonne visant à développer l'économie du savoir en Europe peut-elle être efficace avec des budgets recherche nationaux insuffisants<sup>4</sup> ?

Car le prochain défi pour l'Europe, et *a fortiori* pour la France et l'Allemagne, est bien sûr d'éviter que la recherche, elle aussi, ne soit de plus en plus délocalisée en Inde ou en Chine. Certains grands patrons français ne cachent plus que tel est pourtant désormais leur nouvel objectif, eux qui se considèrent aujourd'hui avant tout au service de la création de

---

<sup>1</sup> Voir à cet égard les déclarations de Guy Dollé, le PDG d'Arcelor dans sa défense face au groupe Mittal Steel.

<sup>2</sup> Elle est particulièrement faible en Allemagne et au Portugal. Tandis qu'en Grande-Bretagne, au Luxembourg, au Danemark et en Espagne, elle représente 200% du PIB...

<sup>3</sup> P. Artus et M.-P. Virard, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, Paris, La découverte, 2005.

<sup>4</sup> Aux États-Unis, la croissance importante des années 1990, qui permit la création de 16 millions d'emplois sous Clinton, a reposé en grande partie sur des recherches financées par l'État américain... (J. Stiglitz, *op.cit.*, p. 473). Aujourd'hui, il manque en France au moins 3 milliards d'euros par an, rien que pour mettre les universités françaises à la norme moyenne de l'OCDE (source : *Enjeux Les Echos* d'avril 2006). L'Allemagne est engagée dans une réforme du mode de fonctionnement de ses universités et de sa recherche mais se heurte aussi à de graves problèmes de financement (voir à ce sujet les nombreux articles de Werner Zettelmeier dans les numéros de *Cirac-Forum* en 2005 et 2006 !).

valeur actionnariale. Et on sait par ailleurs que, déjà, un certain nombre de sociétés occidentales sont en train de transférer leur savoir chez leurs futurs concurrents, justement pour sauver leurs profits à court terme.

Cependant, la fuite ou la disparition de nombreuses entreprises hors d'Europe posent de graves problèmes, particulièrement à des « États Providence » (*Welfare states*) comme l'Allemagne et la France qui ont bâti leur crédibilité politique sur leur capacité à organiser une prospérité partagée, que ce soit dans le cadre d'une Économie sociale de marché ou dans celui d'une économie mixte.

## **Les problèmes des États Providence : le cas de la France et de l'Allemagne**

Les effets du capitalisme financier se conjuguent à ceux de la concurrence mondiale. « Dans les conditions d'une concurrence mondiale qui a pris la forme aiguë d'une course aux lieux de production les plus rentables, les entreprises sont, plus que jamais, contraintes d'augmenter la productivité et de rationaliser l'organisation du travail dans son ensemble, accélérant le processus à long terme par lequel la technologie tend à réduire le nombre des emplois.<sup>1</sup> ». Ainsi s'instaure, en particulier dans les vieux pays industrialisés comme la France et l'Allemagne, un cercle vicieux fait de baisses de salaire, de suppressions massives d'emplois, d'augmentation du chômage et du nombre de faillites. Chômage et faillites ont pour effet de réduire les recettes fiscales des États et la capacité de nos systèmes sociaux à se perpétuer. Et « tandis que le développement économique échappe au contrôle étatique, les conséquences sociales s'amoncellent dans les filets de l'État social : chômage, migration, pauvreté.<sup>2</sup> »

Les États allemand et français, semblent effectivement engagés dans une poursuite d'objectifs qui semblent impossibles à réaliser de manière concomitante : ils souhaitent à la fois faire face à leurs dépenses sociales<sup>3</sup> et soutenir la conjoncture, conserver l'attractivité de leur territoire dans le cadre d'une course concurrentielle aux sites d'investissement comme lieu d'investissement tout en devant retrouver un équilibre budgétaire. Ils semblent cependant de moins en moins en mesure de garantir ce qui fut notre idéal de société européenne mais qui apparaît aujourd'hui comme « une quadrature du cercle : prospérité, cohésion sociale et liberté politique<sup>4</sup> ».

En effet, après avoir priorisé sur l'attractivité du site Allemagne ou France et procédé pour cela à des baisses conséquentes d'impôts sur les sociétés également entraînées par une situation de dumping fiscal européen<sup>5</sup> et mondial, nos États Providence sont confrontés au problème de préservation de leur niveau de ressources. Ils se retournent alors vers les particuliers, procédant par exemple à un alourdissement des impôts

---

<sup>1</sup> J. Habermas, *Après l'État nation. Une nouvelle constellation politique*, Paris, Fayard, 2000.

<sup>2</sup> U. Beck, *Pouvoirs et contre-pouvoirs à l'ère de la mondialisation*, Paris, Aubier, 2003.

<sup>3</sup> En RFA par exemple, le plus gros poste budgétaire est celui du ministère du Travail et des Affaires sociales (46% du total du budget fédéral).

<sup>4</sup> R. Dahrendorf, *Die Krisen der Demokratie*, Munich, Beck, 2002.

<sup>5</sup> Alors que toute réforme de la fiscalité indirecte exige l'accord unanime des 25, la politique fiscale directe est encore du ressort des États. L'Allemagne et la France souhaitent cependant, en accord avec la Commission, maintenant mettre un terme au risque de dumping fiscal en adoptant une assiette commune pour le calcul de l'impôt sur les sociétés. Un accord pourrait intervenir dans le cadre du principe de la « coopération renforcée » telle que prévue au Traité de Nice.

indirects pesant sur les ménages. C'est ce qui se produit aujourd'hui avec l'augmentation prévue de 2% pour la TVA en Allemagne à partir de janvier 2007. Mais le gouvernement allemand souhaite épargner les PME : il négocie actuellement avec la Commission européenne un projet d'exemption de TVA pour les transactions entre entreprises inférieures à 5000 euros.

Afin de ne pas perdre définitivement leurs caractéristiques d'État Providence, source à la fois d'un idéal social profondément ancré mais aussi de crédibilité pour l'autorité de l'État et donc de stabilité politique, la France et l'Allemagne tendent à vouloir s'affranchir quelque peu des contraintes de retour à l'équilibre budgétaire tels qu'elles furent définies par les critères de Maastricht. Ils se heurtent comme on le sait aux autorités de Bruxelles. Le commissaire européen aux Affaires économiques et financières, Joaquim Almunia, s'inquiète sérieusement de l'évolution préoccupante de la dette publique en Allemagne (passée de 40 à 60% du PIB sous l'effet de la réunification) et en France. En effet, la France et l'Allemagne ont une dette publique comparable : 68% du PIB pour l'Allemagne et 66,7% pour la France.

Cependant les débats récurrents sur les respects des critères de Maastricht tendent à faire de ce problème financier un simple problème politique. Car ce problème de dettes est bien plus qu'un problème politique causé par des règles européennes que certains trouvent trop contraignantes. Il commence à prendre des proportions importantes du fait qu'il se conjugue aux effets déjà décrits du capitalisme financier. Par exemple, pour la France, ce sont d'ores et déjà 500 milliards d'euros d'obligations du Trésor, soit largement plus de la moitié (56%) de la dette négociable d'État qui se trouve entre les mains d'investisseurs étrangers<sup>1</sup>.

Ce type de situation peut dégénérer, comme on l'a déjà vu récemment dans le cas de plusieurs pays. En effet, lorsque les réserves en devises ne sont plus suffisantes pour permettre une quelconque indépendance de leur politique de change, des pays entiers peuvent tomber dans une crise financière très grave qui les met sous la coupe de leurs prêteurs : ce fut le cas de la crise asiatique en 1997, russe en 1998, argentine en 2001. Les pays sont alors privés de toute souveraineté en matière de politique financière, économique et sociale et contraints par leurs créiteurs à une priorisation sur l'objectif de remboursement de leurs dettes, ce qui les oblige le plus souvent à abandonner toute politique sociale<sup>2</sup>.

Dans une note rendue publique fin 2005, l'agence de notation Standard and Poor's a réalisé une projection : si la France continue sur ce rythme de progression de la dette publique (avec des dépenses dépassant chaque année de 25% les recettes de l'État), d'ici 2010 au plus tard, sa notation qui est encore AAA (débiteur au-dessus de tout soupçon), ne cesserait de baisser. La France tomberait alors dans la catégorie « spéculative » avec une note BB. Cela signifierait que le gouvernement devrait alors emprunter sur les marchés financiers à des taux d'intérêt de plus en plus élevés, ce qui aurait pour effet de faire grimper la dette à des niveaux vertigineux. À force de compromis sociaux systématiquement financés par un alourdissement de la dette, nos États transmettent d'ores et déjà aux générations futures le poids du remboursement de nos dépenses actuelles et mettent à terme en danger nos souverainetés

---

<sup>1</sup> *L'Express*, 30 mars 2006.

<sup>2</sup> J. Ziegler, *op. cit.*



nationales. Avec en bout de course, une faillite de l'État et la mise sous la coupe d'un FMI ?

Pour le moins, même si sa situation budgétaire est actuellement encore tout aussi dramatique que celle de la France, l'Allemagne s'est engagée depuis plusieurs années dans un discours de vérité sur les réalités du capitalisme financier et de la mondialisation. C'est ce discours de vérité publique, aux antipodes de la démagogie politique, qui a permis de créer les conditions d'une longue et pénible lutte pour un retour vers davantage d'équilibre budgétaire. Les réformes de l'État Providence sont largement engagées<sup>1</sup>. Par ailleurs, la planification budgétaire du gouvernement fédéral pour les années 2005-2009 fait apparaître une tentative de rééquilibrage au profit des dépenses d'investissement<sup>2</sup>.

Mais on peut même se demander si, au vu de ces multiples contraintes budgétaires, nos États nationaux français et allemands auront encore la force politique de résister aux bouleversements provoqués par les attaques conjuguées du capitalisme financier et de la concurrence mondiale. En effet, si, jusque dans les années 1970 environ, État, société et économie étaient encore coextensifs à l'intérieur des mêmes frontières nationales, aujourd'hui, suite à l'accélération des mouvements de capitaux partout dans le monde et « l'évaluation sans appel des lieux de production nationaux par les marchés financiers organisés en réseau au niveau mondial (...), ce sont les États qui se trouvent enchâssés dans les marchés, plutôt que les économies nationales dans les frontières étatiques<sup>3</sup> ».

Comme l'activité économique et financière dépasse le territoire national, domaine de la souveraineté, du contrôle démocratique et de la politique économique, « sans que symétriquement se recomposent, au niveau international les instances politiques qui permettraient de piloter la phase de mondialisation<sup>4</sup> », quelles instances vont pouvoir faire face aux risques financiers qui se décuplent aujourd'hui ?

### **Les craintes d'aggravation d'un risque systémique**

Certains économistes français<sup>5</sup> considèrent que nous sommes aujourd'hui menacés par l'éclatement d'une nouvelle « bulle » spéculative. Et le capitalisme financier semble réunir les conditions d'un risque systémique, c'est-à-dire d'une crise financière mondiale majeure<sup>6</sup>. D'une manière générale, une « bulle » spéculative se forme lorsque deux conditions principales sont réunies : d'une part une quantité excessive de liquidités monétaires et d'autre part la perte par les investisseurs des notions de risque et de cherté.

L'éclatement d'une bulle spéculative pourrait alors provoquer une réaction en chaîne, une onde de choc se transmettant de pays en pays, de secteur en secteur : par exemple du secteur immobilier au secteur bancaire, puis du secteur bancaire aux marchés boursiers, des marchés

<sup>1</sup> I. Bourgeois (dir.), *Le modèle social allemand en mutation*, Cergy Pontoise, CIRAC, 2005.

<sup>2</sup> Voir « Actualité économique », *Regards sur l'économie allemande*, mars 2006.

<sup>3</sup> J. Habermas, *op. cit.*

<sup>4</sup> R. Boyer, « Les quatre grands modèles de capitalisme », *Problèmes Économiques*, n° 2881, août 2005, p. 34-38 ; du même auteur, « L'avenir des capitalismes à la lumière de l'histoire », *Demain, quelle économie mondiale ? Les rencontres économiques*, Institut de la Gestion Publique et du Développement économique, 2005 ; E. Altvater, *Das Ende des Kapitalismus, wie wir ihn kennen: eine radikale Kapitalismuskritik*, Munster, Westfälisches Dampfboot, 2005.

<sup>5</sup> P. Artus et M.-P. Virard, *op. cit.*

<sup>6</sup> M. Aglietta et R. Ribérioux, *op. cit.*

boursiers aux gérants de l'assurance et de fonds de pension, puis de là à toute l'économie. Ce type de scénario catastrophe peut être comparé à la survenue d'un séisme de forte magnitude, tant dans l'ampleur des dégâts économiques et humains occasionnés, que dans l'impossibilité d'en prévoir la date d'occurrence.

Il faut savoir que l'histoire du capitalisme est coutumière de bulles spéculatives : le phénomène existe quasiment depuis le 17<sup>ème</sup> siècle. Le dernier exemple en date est celui de la bulle internet en 2000 aux États-Unis qui s'accompagna de faillites en série dans le monde des start up internet. Cependant, si la « bulle internet » fut une crise grave, elle n'a pas dégénéré en une crise mondiale majeure. Les hausses de prix excessives et continues que l'on observe par exemple aujourd'hui sur les marchés immobiliers américain, espagnol et anglais laissent en effet penser qu'une « bulle » immobilière est actuellement en formation. Mais ce n'est pas pour autant qu'il faut voir dans cette bulle immobilière le prélude à une crise majeure. Pourquoi le risque de crise systémique s'aggrave-t-il aujourd'hui ?

Le mode de fonctionnement du capitalisme financier actuel réunit les principales conditions d'une crise majeure : d'une part par la production d'un excès permanent et croissant de liquidités et d'autre part par l'existence d'une série de « maillons faibles » et incontrôlés dans le système financier mondial. Nous savons que depuis 2003, la base monétaire mondiale, c'est-à-dire la quantité de monnaie disponible créée par les banques centrales augmente de 15 à 20% l'an, ceci alors que la croissance mondiale se situe aux alentours de 5%<sup>1</sup>. En effet, le surplus de liquidités entretenu par l'importance de la capitalisation boursière mondiale est régulièrement grossi par les apports de liquidité effectués ponctuellement par les Banques centrales pour juguler des crises liées à des faillites, ainsi que par le maintien de faibles taux d'intérêt. Ces faibles taux d'intérêt servent d'ailleurs l'intérêt des États gravement endettés et donc avides de liquidités à peu de frais, et encouragent la multiplication des emprunts réalisés par les acteurs économiques et financiers intéressés par des opérations financières court-termistes.

Certes, le caractère systémique du risque inhérent au mode de fonctionnement du capitalisme financier implique que chaque acteur du système peut être en réalité le « maillon faible » ou le domino dans un scénario catastrophe de réaction en chaîne. Cela pourrait être aussi bien les organismes de prêts hypothécaires américains (Fannie Mae et Freddie Mac) qui ont financé la bulle immobilière américaine, mais aussi les banques qui leur ont acheté des produits de dettes titrisées et qui se couvrent par des dérivés, ou encore une grande entreprise traditionnelle comme General Motors se plaçant sous la protection du *Chapter 11* (loi de protection contre les faillites).

Autre facteur aggravant : les comportements dits « mimétiques » des analystes financiers qui donnent des analyses de plus en plus à la fois irrationnelles et homogènes des tendances boursières et des valeurs actionnariales des entreprises, encouragent des mouvements de panique et donc d'action collective porteuse de dérive systémique en cas de crise ponctuelle

Mais, dans ce cadre général d'excès de liquidités, les points de faiblesse du système se situent principalement au niveau des instruments financiers parfois à la fois exotiques et opaques utilisés par certains types de fonds d'investissement. Le poids financier effectivement grandissant des

---

<sup>1</sup> P. Artus et M.-P. Virard, *op. cit.*

*Hedge Funds* aujourd'hui (aujourd'hui près de 2000 milliards de dollars dans le monde<sup>1</sup> dont une partie importante provient de ces fameux fonds de pension) fait que ces acteurs deviennent des acteurs incontournables dans la stratégie de gestion d'actifs des grands investisseurs institutionnels et des gérants de fonds de retraite. Mais leur pouvoir grandissant, dû à la fois à leur poids financier et à une grande opacité de leurs instruments financiers en évolution permanente, inquiète le monde politique, tant aux USA qu'en Europe.

La sophistication croissante des produits financiers utilisés (marchés de dérivés exotiques<sup>2</sup>, achats/ventes à découvert...mécanisme du prêt-emprunt de titres) peut fragiliser la situation en cas de crise soudaine. Certaines stratégies sciemment aggravatrices de crise sont en effet poursuivies par des fonds alternatifs d'un type particulier, dits « macro-directionnels » : leur stratégie est en effet purement spéculative puisqu'ils cherchent précisément à profiter de la poursuite des tendances à la hausse ou à la baisse, et ce sur des indices boursiers tout entiers, des matières premières ou des monnaies ! C'est ainsi qu'un fonds spéculatif (*Quantum* de Georges Soros) paria avec succès sur la baisse du Nikkei, l'indice boursier japonais, en 2000, que le même Georges Soros paria sur la chute de la livre Sterling et contribua par là même à la précipiter en 1992, tout cela pour le plus grand profit de ses investisseurs.

Cependant il faudrait se garder de faire des *Hedge funds* des boucs émissaires potentiels d'une crise générale : car, même si certains d'entre eux (les fonds macrodirectionnels) jouent sur les tendances et donc aggravent les crises lorsqu'elles se profilent, la plupart d'entre eux (les fonds d'arbitrage) craignent au contraire les krachs. Comme leur travail consiste à détecter des anomalies minimales de prix de marché à l'aide de modèles mathématiques sophistiqués et à en tirer des bénéfices substantiels, grâce au levier de crédit, ces fonds ont plutôt besoin de marchés sereins. En cas de crise grave, beaucoup d'entre eux sont en fait...contraints à la faillite : ce fut d'ailleurs le cas du fameux fonds LCTM à la suite de la crise russe en 1998.

Mais les choses ont changé depuis 1998 : alors qu'à l'époque de la faillite de LCTM, le montant global des capitaux gérés par les fonds n'excédait pas 2 à 300 milliards de dollars, il atteint aujourd'hui plus de 1 000 milliards de dollars. Entre temps, face au gonflement de ces montants de capitaux et à celui de la dette américaine, la FED aurait-elle les moyens d'intervenir pour empêcher l'extension vers une crise majeure comme elle le fit lors de cette faillite de LCTM en 1998 ?

Enfin, les *hedge funds* peuvent aussi jouer un rôle dans la non extension et la dédramatisation des crises financières : ce sont eux qui rachètent souvent les créances douteuses des banques contraintes de s'en débarrasser, justement pour éliminer le risque systémique interne. Les

---

<sup>1</sup> <[www.caam-ai.com/home](http://www.caam-ai.com/home)> Cependant il faut noter que cette somme ne représente malgré tout qu'environ 3% des liquidités mondiales !

<sup>2</sup> Les instruments dérivés sont des instruments financiers que l'on acquiert pour s'assurer contre de trop fortes variations de cours. Les instruments sont appelés dérivés parce qu'ils sont fondés sur le cours d'autres instruments (actions, obligations) ou d'autres biens (matières premières) et qu'ils dérivent donc de la valeur de ces autres actions, devises ou matières premières appelées alors « sous-jacents ». Le problème est moins le principe du dérivé que de l'effet de levier : en effet, comme on peut acquérir des instruments dérivés en ne s'acquittant que d'un faible dépôt (de l'ordre de 5%), ils ont un effet de levier important et peuvent conduire très vite à des gains ou à des pertes considérables. » De la même manière, les « achats et vente à découvert » consistent à revendre des titres acquis de manière purement virtuelle !

créances sont donc « mutualisées » et le risque en cas de faillite d'une entreprise plutôt « dilué ». C'est ce que l'on voit actuellement dans le cas Eurotunnel : face à une perspective de faillite pour la société endettée à hauteur de 9 milliards d'euros, il y aura des pertes importantes pour une multitude d'agents financiers, mais sans signifier la faillite d'un ou de plusieurs créanciers majeurs comme cela aurait sans doute été le cas dans le passé<sup>1</sup>.

Ce sont plus spécifiquement les pratiques d'opérations spéculatives à court terme (leviers de crédits, prêt-emprunts de titres) opérés par certains types de fonds (macro-directionnels en particulier) dans un contexte de liquidités excessives et bon marché qui devront sans doute faire l'objet d'une régulation à un niveau mondial. C'est ainsi qu'Andrew Large, vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre, demandait, dès mars 2003, la mise en place de nouveaux mécanismes de régulation des marchés financiers.

La régulation du risque systémique ne peut de toute façon s'opérer qu'à une échelle mondiale. C'est la raison pour laquelle elle est l'objet d'une réflexion d'un certain nombre d'institutions internationales. La Banque des Règlements internationaux cherche également à mettre en place des dispositifs plus contraignants en matière de maîtrise des risques financiers liés aux crédits que les banques octroient. La fameuse réglementation « Bâle II » qui va entrer en vigueur à partir de 2007 en est déjà une illustration. Sur le plan du risque systémique mettant en danger des États entiers, Anne Krueger par exemple, le numéro 2 du Fonds monétaire international, se bat actuellement pour la mise en place d'un droit des faillites pour les États nationaux. Reste à savoir si, au vu des puissants intérêts financiers en jeu au niveau mondial, des mesures efficaces de régulation pourront être prises par les marchés eux-mêmes<sup>2</sup>.

Par ailleurs, certains économistes français déplorent que, pour l'heure et de plus en plus, « ce sont principalement les organisations financières ou les professionnels de haut niveau qui forment le noyau dur qui décide la plupart des mesures de politique économique<sup>3</sup> ». Où sont donc les autorités politiques capables de gérer la maîtrise des risques financiers, ou tout simplement de mener une politique financière en mesure de réguler ou de contrer un pouvoir financier devenu largement mondial ? Ce ne sont en tous cas plus les autorités politiques d'un seul État comme la France ou l'Allemagne qui peuvent gérer les risques systémiques menaçant aujourd'hui l'économie mondiale.

## **Le capitalisme financier peut-il être régulé dans un cadre européen ?**

Les efforts de la Communauté européenne vont actuellement dans le sens d'une procédure d'intégration visant à la constitution d'un marché financier européen intégré, selon les termes du « processus Lamfalussy » qui a démarré en 2002. Ce processus européen vise moins à établir un marché aux règles spécifiquement européennes qu'à une unification des réglementations financières permettant de mettre l'Europe en harmonie avec le marché financier mondial. L'objectif est de répondre aux exigences

---

<sup>1</sup> *Les Échos* et *La Tribune* du 12 avril, *Libération* et *Le Monde* du 13 avril 2006

<sup>2</sup> Anne Krueger s'est cependant heurtée à la résistance farouche de l'administration Bush (J. E. Stiglitz, *op. cit.*).

<sup>3</sup> Boyer, Les quatre grands modèles de capitalisme, *Problèmes économiques* n° 2881, août 2005.

des investisseurs désireux d'investir en Europe : l'harmonisation devrait permettre une baisse conséquente des frais de transaction. Mais il faut noter que l'exigence de transparence dans la comptabilité des entreprises européennes et de clarté de l'information comptable et financière n'a rien de spécifiquement européen et ne fait que reprendre les exigences des investisseurs au niveau mondial. Il s'agit pour l'instant moins de réguler que d'accroître l'attractivité du « site Europe » pour les investisseurs financiers.

Les études financières faites pour quantifier l'impact macro-économique des marchés financiers européens<sup>1</sup> affirment que l'intégration des marchés financiers produirait une augmentation du PIB de 1,1% dans l'ensemble des pays européens, une augmentation de 6% de l'investissement et une progression de la création de l'emploi de l'ordre de 0,5% en Europe. Pour la Communauté européenne, il n'est donc pas question de contrôler pour l'instant le développement du marché financier européen, mais bien plutôt de l'aider à se développer. En 2003, l'UE s'est même dotée d'un Plan d'action pour les services financiers, visant à aider au développement du capital-investissement en Europe. Les missions de contrôle sont effectuées par un Groupe Interinstitutionnel de Surveillance des Marchés des Valeurs mobilières, rassemblant six experts indépendants (dont un français, un allemand et un anglais) dont la tâche est de surveiller le degré d'avancement de la mise en place de l'harmonisation et de dénoncer toute distorsion de la concurrence.

Les différents pays européens ont mis par ailleurs en place un système national de régulation par le biais de commissions qui collaborent ensuite au niveau européen : c'est le cas de l'AMF<sup>2</sup> en France et de la BaFin en Allemagne. Ces commissions de contrôle nationales collaborent ensuite au niveau européen au sein du CESR (Committee of European Securities Regulators).

Mais ce système de régulation qui se met en place au niveau européen cherche à protéger prioritairement l'intérêt des investisseurs. Le besoin urgent et vital de régulation financière ne devrait-il pas être un argument de poids pour la mise en place d'une politique financière européenne ? Le souhait de la France et de l'Allemagne de pouvoir mettre fin, dans le cadre d'une « coopération européenne renforcée » à la mise en concurrence des politiques fiscales et donc au dumping fiscal, pourrait-il être un autre pas important vers une véritable politique financière européenne ?

---

<sup>1</sup> Selon l'étude de la London Economics School en collaboration avec PriceWaterHouse Coopers publiée en 2002.

<sup>2</sup> L'Autorité des Marchés financiers a été créée par la Loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 et rassemble l'ancienne COB (Commission d'opérations boursières), le Conseil des Marchés financiers et le Conseil de Discipline de la Gestion Financière). L'objectif déclaré de l'AMF est la protection de l'épargne investie en produits financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. L'AMF cherche maintenant à étendre son pouvoir de contrôle sur les conseillers en investissement financier et les agences de notation ; elle cherche également à exercer son contrôle dans les domaines de gouvernement d'entreprise et de supervision des analystes financiers ! Son équivalent en Allemagne est la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, (BaFin) créée le 1<sup>er</sup> mai 2002.

## **Conclusion : Pour un capitalisme financier à l'européenne ?**

Le capitalisme financier se développe, apportant son lot de bénéfices mais aussi de désordres et de risques avérés. Nous avons vu qu'il était essentiellement un « capitalisme populaire », car porté par l'immense force sociologique et économique que représentent ces rentiers modernes, les centaines de millions de futurs retraités qui économisent dans des systèmes de retraite par capitalisation en plein développement. Que nos États européens, et particulièrement la France et l'Allemagne, enfoncés dans leurs problèmes de dettes, devenaient eux-mêmes même progressivement la proie des investisseurs financiers qui volent à leur secours. Que, dans ce contexte déjà difficile, un certain nombre d'acteurs économiques jouaient la politique du sauve-qui-peut<sup>1</sup>, renforçant ainsi une image déplorable de débâcle générale. Et qu'au milieu de tout cela, il fallait faire face à la rude concurrence du capitalisme indien et chinois.

Contrairement à ce que pourraient laisser croire certaines critiques radicales du capitalisme financier, le problème est moins son existence en tant que telle que celui de sa régulation, de l'établissement de contre-pouvoirs qui soient à sa hauteur et à sa dimension : mondiale mais aussi européenne. C'est aussi pour cela que nous avons besoin d'une Europe politique. Si l'Europe a encore une chance économique, face à la montée inexorable de la puissance économique indienne et chinoise, n'est-ce pas à faire le compte de ses forces, de ses atouts ? N'est-ce pas par exemple à développer ses entreprises moyennes, à créer une sorte de *Mittelstand* européen ? Et n'est-ce pas justement le capital-investissement anglo-saxon qui finance actuellement de plus en plus ce *Mittelstand* ?

La tradition d'insultes à l'égard du monde de la finance est ancienne en Allemagne : elle fut particulièrement virulente au plus fort de la crise déflationniste des années 1930, lorsque maints banquiers allemands se firent traiter par les économistes du parti national-socialiste d'usuriers (« *Zinswucherer* »). Au début des années 1970, le monde bancaire allemand s'est fait à nouveau abondamment fustiger, dans une vague d'anticapitalisme violent qui déboucha, pendant la chancellerie d'Helmut Schmidt et au-delà, sur les attentats et les enlèvements de grands patrons organisés par les terroristes de la RAF.

Aujourd'hui, c'est ce même monde bancaire traditionnel que l'on pleure, parce qu'il disparaît ou quitte progressivement les marchés européens, mais aussi parce qu'il s'était institutionnalisé et avait gagné ses lettres de noblesse en soutenant le développement industriel de nos deux pays. Et ce sont de nouveaux financiers qui, en s'engageant sur les marchés à risque délaissés par les banques traditionnelles, s'attirent les foudres de l'opinion publique et de certains politiques. Pourquoi ces nouveaux capitalistes financiers, en particulier ces fonds d'investissement qui aujourd'hui sauvent nos PME, ne pourraient-ils pas gagner leurs lettres de noblesse eux aussi ? Pourquoi ne pourraient-ils pas se « réguler » en étant progressivement reconnus, associés, intégrés à de nouvelles

---

<sup>1</sup> Cette débâcle économique et morale se joue à tous les niveaux de la vie économique et sociale, et donc pas uniquement au niveau des chefs d'entreprise : voir à ce sujet le dossier sur la criminalité économique d'A.-L. Fitère, « la fraude prospère en entreprise » dans *Enjeux Les Echos* de mars 2006 ou encore le dossier sur « La grande fraude sociale » dans *L'Express* du 6 avril 2006.

perspectives de développement en Europe, et plus particulièrement en France et en Allemagne ? Le soin que prend aujourd'hui en particulier le capital-investissement à répondre aux attaques politiques et à soigner son image en France et en Allemagne prouve bien que la fierté entrepreneuriale est loin d'être absente dans ses rangs.

Mais encore faudrait-il que nous cessions de pleurer le passé pour parler du futur. Encore faudrait-il que nous redressions la bannière de nos valeurs communes, non pas sur un ton défensif et nostalgique, mais avec une confiance européenne retrouvée et conquérante. Et si nous étions en mesure de créer une forte identité européenne, dans le cadre d'une Europe politique, si nous fêtions nos entreprises au lieu de les vilipender en permanence, peut-être donnerions-nous envie aux entrepreneurs aujourd'hui en partance de revenir dans un monde plus dynamique ? Peut-être pourrions-nous aussi considérer les investisseurs comme des partenaires et non systématiquement comme des « vautours » et des « charognards » ? Peut-être pourrait alors se développer un type d'investisseurs intéressés certes par des bénéfices mais aussi par des projets d'avenir, par une prise de responsabilité active dans la résolution de nos problèmes sociétaux et environnementaux et par la reconnaissance sociale et politique qu'elle pourrait leur procurer.